



**University of
Zurich^{UZH}**

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2011

Vom Umgang mit Risiken

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-49698>
Newspaper Article
Published Version

Originally published at:

Hens, Thorsten. Vom Umgang mit Risiken. In: Finanz und Wirtschaft, 31 August 2011, 1-2.



Vom Umgang mit Risiken

Nichts ist an der Börse unmöglich. Die Behavioural Finance benutzt deshalb den Begriff des Asset Split. Dasjenige Geld, das man auf jeden Fall braucht, sollte risikolos angelegt sein. **THORSTEN HENS**

Letzthin war es wieder so weit: Voller Angst vor weiteren Kursverlusten verkauften Anleger alles, was nicht niet- und nagelfest war. Aus Sicht der Behavioural Finance wurden in den vergangenen Wochen die Karten neu gemischt: Anteile an soliden Unternehmen wechselten zum Spottpreis von kurzfristig orientierten Investoren in die Hände langfristiger Profis. Letztere heissen in der Wissenschaft Value-Investoren, da sie nur solche Aktien kaufen, die nach ökonomischen Bewertungen (KGV, Dividenden-, Cashflow-Rendite etc.) attraktiv sind.

Aber der Reihe nach: Wie kam es zur gegenwärtigen Lage? Die Finanzkrise 2007/08 wurde durch allerlei Feuerwehrlösungen aus den Bilanzen der Banken in die der Staaten verschoben. Diese waren aber schon vor der Finanzkrise nicht gesund, da es in Demokratien (in denen ja nur diejenigen wählen, die leben) eine Tendenz zur Verschiebung von Problemen auf zukünftige Generationen gibt. Jedoch ist aufgeschoben nicht aufgehoben. Das Gezerre um die abermalige Erhöhung der Schuldengrenze in den USA hat auch den Amerikanern klargemacht, dass der Staat an der Grenze seiner Handlungsfähigkeit angelangt ist. In Europa setzte sich diese Einsicht schon mit der Krise der sogenannten PIIGS-Staaten durch.

Probleme anfangs ignoriert

Im Hintergrund der US-Budgetdebatte köchelte das Problem der sich abflachenden Konjunktur. Was in solch einer explosiven Situation fehlt, ist dann der Funke, der das Kurschaos auslöst. Ironischerweise war es eine Ratingagentur, die den schwelenden Brand zu einem offenen Feuer entfachte. Standard & Poor's, die vor der Finanzkrise allerhand «Schrottpapiere» als AAA eingestuft hatte, schwor

den US-Staatspapieren die Topnote ab – ein Novum in Amerikas Finanzgeschichte. Nachher lagen die Nerven blank.

Ebenfalls typisch in solchen Situationen: Eine fast identische Nachricht – etwa über die US-Arbeitslosigkeit, einmal sinkt sie 0,1%, oder sie steigt 0,1% – kann an einem Tag einen Kurssprung von 3% und an einem anderen einen Kursrutsch von 4% auslösen. Verrückt auch, dass als Ergebnis der Herabstufung der US-Staatsanleihen diese im Wert gestiegen sind.

Was bedeutet das für Privatanleger? Aus der Behavioural Finance wissen wir, dass bei Verlusten die Probleme anfangs ignoriert werden: «Es wird schon wieder.» Halten die Verluste an, kommt die Trotzreaktion. Nach dem Motto «Jetzt erst recht» wird nachgekauft. Bei fortdauernden Ver-



Die Wissenschaft unterscheidet zwischen der finanziellen und der psychologischen Risikofähigkeit.

THORSTEN HENS

lusten wird Hilfe von aussen gesucht. Man ruft nach einem Verbot von Leerverkäufen, hofft auf Zinssenkungen und/oder auf Interventionen im Währungsmarkt. Hilft dies alles nicht, sucht man den Anlageberater auf, geht die schriftlichen und mündlichen Vereinbarungen durch und findet dort selbstverständlich keinen Hinweis, dass man in so kurzer Zeit an der Börse so viel Geld verlieren kann. Etwelche versuchen nun, den Verlust auf dem Rechtsweg einzufordern. Vergessen sind die Zeiten, als jedes neue Allzeithoch dazu einlud, weitere Risiken einzugehen.

Prof. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.



Was lernt man aus dem Schaden? Zunächst sollten Anleger in Risikokapital nie dasjenige Geld investieren, auf das sie im Notfall zurückgreifen müssen. An der Börse ist nichts unmöglich, und ein Schutz des Geldes für den Notfall durch Diversifikation und mathematische Konstrukte ist keine Garantie. Es bleibt immer eine Restwahrscheinlichkeit, alles zu verlieren. In der Behavioural Finance arbeitet man deshalb mit dem sogenannten Asset Split: Das Geld, das man auf jeden Fall braucht, muss risikolos investiert sein. So ist die finanzielle Risikofähigkeit stets sichergestellt.

Um die psychologische Risikofähigkeit einzuhalten, muss man zunächst Über-einkunft darüber erzielen, was Risiko bedeutet. Nach der traditionellen Finance ist dies die Schwankung der Vermögenswerte, die Volatilität. Die Behavioural Finance definiert Risiko einfacher, nämlich anhand der möglichen Verluste. Der mathematisch versierte Leser weiss, dass das keinen Unterschied ausmacht, solange man die Standardannahmen der Finance trifft, wonach Renditen normalverteilt sind und sich nach der Gauss'schen Glockenkurve, wie im Galton-Brett verdeutlicht, aufschichten. Jedoch liegt genau da das Problem: Fallen die Kurse, ist die Welt nicht mehr normal, was dazu führt, dass die Renditeverteilung sogenannte Fat Tails hat, also hohe Verluste viel zu häufig auftreten. Das hat zur Folge, dass Anlegern, die nach der Standardfinance beraten werden, typischerweise zu hohe Verluste zugemutet werden, sodass sich ihre psychologische Risikofähigkeit in fallenden Märkten zu früh erschöpft.

Wichtig ist noch, was denn genau ein Verlust ist, oder in der Terminologie der Behavioural Finance: Gegenüber welchem Referenzpunkt wird das aktuelle Portfolio bewertet? Auch das darf im Beratungsgespräch nicht fehlen. Es gibt Privatanleger, die seit Beratungsbeginn hohe Ge-

winne gemacht haben, nun aber völlig verzweifelt sind, weil sie vom Allzeithoch 20% ihres Vermögens verloren haben.

Krisenresistente Strategien

Welche Anlagestrategien sind psychologisch betrachtet krisenresistent? Wird das letzte Hoch als Massstab genommen, sollte regelmässig ein Stopp Loss nachgezogen werden. Die Konsequenz ist allerdings, dass man langfristig viel Rendite verschenkt, denn sobald man ausstopppt wird, stellt sich das Problem, einen guten Zeitpunkt für den Wiedereinstieg zu finden. Die Kurserholung zu treffen, ist noch schwieriger, als vor dem Crash auszustiegen, da in fallenden Märkten die Volatilität und damit die Zickzackbewegung generell ausgeprägter ist als in steigenden Märkten. Steigt man erst wieder ein, wenn die Kurse das letzte Hoch erreicht haben, so geht es unter Umständen viele Jahre, bis ein Gewinn resultiert, und die Wahrscheinlichkeit des nächsten Einbruchs ist gross.

Eine andere psychologisch krisenresistente Strategie ist das Rebalancing. Demnach werden Prozentsätze für riskante Anlagen fixiert – zum Beispiel 20% Aktien, 10% Rohwaren und 70% Obligationen –, und man gibt Acht darauf, dass diese Proportionen im Laufe des Auf und Ab an den Börsen bestehen bleiben. In Zeiten steigender Kurse wird sukzessive verkauft und in fallenden Märkten gekauft. In Krisenzeiten schert man also aus der Masse aus und kauft das Tafelsilber der verzweifelten Herdentiere. Und falls die finanzielle Risikofähigkeit ausreicht, durchlebt man die Krise wie Gene Kelly: Man erfreut sich an anderen Dingen des Lebens und tanzt und singt im Regen.

Jedoch erfordert die Rebalancing-Strategie eine höhere finanzielle Risikofähigkeit als eine einfache Buy-and-Hold-Strategie. Wegen des Nachkaufens in fallenden

Märkten verliert man noch mehr, man greift quasi ins fallende Messer. Das Rebalancing ist deshalb vor allem unter sehr vermögenden Anlegern verbreitet, wie zum Beispiel Warren Buffett und anderen Top-Value-Investoren.

Schliesslich ist die Vogel-Strauss-Strategie psychologisch interessant. Man kauft Aktien, die langfristig mit einer hohen Dividendenrendite glänzen, ignoriert die immer tieferen Kurse und erfreut sich an der Ausschüttung. Letztere sprudelt in Einzelfällen nur, weil die Dividende an der GV schon vor Kurseinbruch festgelegt worden ist, und ob sie üppig bleibt, wird erst die Zukunft zeigen. Trotzdem – psychologisch betrachtet hilft die mentale Unterscheidung zwischen Marktwert und Dividende, so manche Krise durchzustehen.

Bevor sich ein Anleger nun aber eine dieser psychologisch krisenresistenten Strategien aussucht, ist noch einmal zu betonen: Wer völlig rational investieren will, sollte jederzeit auf Ballhöhe sein und die aktuelle Marktbewertung beobachten – unbeeinflusst vom Mediengewitter und von den Schmerzen der schon eingetroffenen Verluste. Die Bewertung ist zu vergleichen mit dem Zustand und dem Ausblick eines Unternehmens oder, falls in Indizes investiert wird, mit der zu erwartenden wirtschaftlichen Entwicklung.

Ich muss gestehen, dass mir dies auch nicht immer gelingt und ich deshalb froh bin, mich ein wenig selbst überlisten zu können. Ich bin ein vorsichtiger Rebalanzierer, vorsichtig, weil ich leider nicht so vermögend bin wie Warren Buffett. Das heisst, ich investiere nur dasjenige Geld in riskante Anlagen, das ich nicht unbedingt benötige. Damit laufe ich dann gegen die Herde und hoffe, dass sie mich nicht eines Tages überrennt. Denn wie gesagt, nichts ist unmöglich – auch nicht an der Börse.